

# Real Rate

## Finanzstärkeanalyse

### ERGO Direkt Leben

10/2016



### Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 237 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 6,38%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 9 von 9 deutschen Risikoversicherern.
- Größte Stärke: latente Steuern
- Größte Schwäche: zukünftige Überschüsse

## **Inhaltsverzeichnis**

- 1 Analyse der Finanzstärke
- 2 HGB-Bilanz
- 3 Marktwert-Bilanz
- 4 Ökonomisches Eigenkapital
- 5 Puffer
- 6 Sicherheitsmittel
- 7 Die Stärken und Schwächen
- 8 Ursachenanalyse
- 9 Marktvergleich
- 10 Zusammenfassung
- 11 Anhang: Die Daten

# 1 Analyse der Finanzstärke

In diesem Bericht wird die Finanzstärke der ERGO Direkt Leben untersucht. Hierzu wird die handelsrechtliche Bilanz der ERGO Direkt Leben des Jahres 2015 zu einer Marktwertbilanz umbewertet. So erhält man eine faire ökonomische Sicht auf die Gesellschaft. Wir bestimmen den fairen Unternehmenswert in Form des ökonomischen Eigenkapitals. Diese Größe beantwortet die für deutsche Risikoversicherer schwierige Frage nach dem Unternehmenswert. Neben dem absoluten Unternehmenswert bestimmen wir die relative Finanzstärke. Hierzu setzen wir das ökonomische Eigenkapital in Relation zur Bilanzsumme. Dies ist die ökonomische Eigenkapitalquote. Diese Kennziffer ist relevant für Investoren. Schließlich bestimmen wir auch die gesamten Sicherheitsmittel. Diese umfassen neben dem ökonomischen Eigenkapital auch die Überschussbeteiligung für den Kunden. Diese Größe ist insbesondere relevant für den Vertrieb, die Makler und die Kunden.

Zur Analyse verwenden wir das RealRate-Bewertungsmodell für deutsche Risikoversicherer. Dies berücksichtigt die Besonderheit des deutschen Geschäftsmodells mit seinen langfristigen Garantien und der Überschussbeteiligung, sowie die handelsrechtliche Bilanzierung. Wir verwenden eine konsistente Abbildung des ganzen Versicherers mit den wichtigsten ökonomischen Wirkungszusammenhängen.

Es werden ausschließlich öffentlich verfügbare Daten verwendet. Die Datenquellen sind die Bilanz, die Gewinn-und-Verlustrechnung, die Anhangsangaben des veröffentlichten Geschäftsberichts, sowie der Solvency and Financial Condition Report, SFCR. Dies stellt die Vergleichbarkeit zu allen anderen, ebenfalls untersuchten, deutschen Risikoversicherern sicher. Zudem erfolgt auf dieser Basis eine Stärken- und Schwächen-Analyse im Vergleich zum Markt. Die relativen Stärken und Schwächen und ihre Ursachen werden dargestellt.

## 2 HGB-Bilanz

Die im Geschäftsbericht veröffentlichte handelsrechtliche Bilanz wird vereinfacht zusammen gefasst. Das handelsrechtliche Eigenkapital beträgt 92,79 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	3.565	HGB-Eigenkapital	93
Fondsgebundene LV	43	verfügbare RfB	259
Sonst. Aktiva	109	Deckungsrückstellung	3.000
		Fondsgebundene LV	43
		Sonst. Passiva	321
Aktiva	3.717	Passiva	3.717

## 3 Marktwert-Bilanz

Die ökonomische Marktwert-Bilanz ergibt sich aus der Umbewertung der HGB-Bilanz. Dabei spielt die Zinsumbewertung eine Rolle. Der mittlere tarifliche Rechnungszins des Bestands, also vor Zinszusatzreserve, beträgt ca. 3,03%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 5,2 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 2,02%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 69,18 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -84,82 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 498,92 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt 414,10 Mio. Euro. Dies führt von der Deckungsrückstellung in der HGB-Bilanz zum Wert der Garantie in der Marktwertbilanz. Die aktivischen Bewertungsreserven,

also die Differenz aus Markt- und Buchwerten der Kapitalanlagen, betragen 355,78 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 769,88 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 144,35 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 625,53 Mio. Euro stellen die künftige Überschussbeteiligung für die Kunden dar und führen zur Überleitung von der verfügbaren RfB der HGB-Bilanz zu den Puffern der Marktwertbilanz. Die Asymmetrie der Aufteilung der künftigen Gewinne zwischen Aktionär und Kunde wird durch den Wert der Garantien und Optionen gemessen, welcher zu Lasten des ökonomischen Eigenkapitals geht. Der Wert der Garantien und Optionen beträgt 0,00 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	3.921	ök. Eigenkapital	237
Fondsgebundene LV	43	Puffer	885
Sonst. Aktiva	109	Garantie	2.586
		Fondsgebundene LV	43
		Sonst. Passiva	321
<b>Aktiva</b>	<b>4.072</b>	<b>Passiva</b>	<b>4.072</b>

## 4 Ökonomisches Eigenkapital

Das ökonomische Eigenkapital setzt sich zusammen aus dem HGB-Eigenkapital und den zukünftigen Aktionärgewinnen, abzüglich der darauf künftig zu zahlenden Steuern. Es kann als fairer Unternehmenswert angesehen werden. Das ökonomische Eigenkapital, bezogen auf die HGB-Bilanzsumme, bezeichnen wir als ökonomische Eigenkapitalquote. Dies ist die zentrale Größe aus Unternehmenssicht. Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 6,38%. Sie liegt 15,18%-Punkte unter dem Median von 21,56% und damit auf Rang 9 von 9 Risikoversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	92,79	2,50
zukünftige Aktionärgewinne	192,47	5,18
Steuern	-48,12	-1,29
<b>ökonomisches Eigenkapital</b>	<b>237,14</b>	<b>6,38</b>

Der faire Unternehmenswert der ERGO Direkt Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 237,14 Mio. Euro.

## 5 Puffer

Die weiteren Puffer setzen sich zusammen aus der Überschussbeteiligung für die Kunden, der verfügbaren RfB und den gegengerechneten künftigen Steuern. Die Puffer, bezogen auf die HGB-Bilanzsumme, bilden die Puffer-Quote. Die Puffer-Quote der ERGO Direkt Leben beträgt 23,81%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	259,48	6,98
Überschussbeteiligung	577,41	15,54
Steuern	48,12	1,29
Puffer	885,01	23,81

## 6 Sicherheitsmittel

Die Sicherheitsmittel sind die Summe aus ökonomischem Eigenkapital und den Puffern. Dies entspricht der Summe aus HGB-Eigenkapital, verfügbarer RfB und den gesamten zukünftigen Überschüssen. Die Sicherheitsmittel stehen zur Erfüllung der garantierten Kundenleistungen zur Verfügung. Die Sicherheitsmittel, bezogen auf die HGB-Bilanzsumme bilden die Sicherheitsmittel-Quote. Dies ist eine wichtige Größe aus Kundensicht, die die Risikotragfähigkeit in Krisenzeiten darstellt. Die Sicherheitsmittel-Quote der ERGO Direkt Leben beträgt 30,19%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	93	2,50
verfügbare RfB	259	6,98
zukünftige Überschüsse	770	20,71
Sicherheitsmittel	1.122	30,19

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 6,82%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,03%.

## 7 Die Stärken und Schwächen

Die relativen Stärken und Schwächen der ERGO Direkt Leben werden anhand der Abweichungen zum Gesamtmarkt dargestellt. Hierzu werden die wichtigsten Unternehmensgrößen mit dem Markt verglichen und ihre Wirkung auf die ökonomische Eigenkapitalquote dargestellt. Die Stärken und Schwächen liegen in den Größen, die zum einen einen starken Einfluss auf die ökonomische Eigenkapitalquote haben und bei denen die ERGO Direkt Leben zum anderen stark vom Markt abweicht.

Die größte Stärke der ERGO Direkt Leben ist die Quote der Größe "latente Steuern". Von den 9 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 9. Der Wert beträgt 1,29% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 4,44% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 3,14 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "zukünftige pass. Zinsüberschüsse" und "HGB-DRSt ohne ZZR". Die größten Schwächen sind die Größen "zukünftige Überschüsse", "zukünftige Aktionärgewinne" und "passivische Bewertungsreserven".

Größe <sup>0</sup>	Rang <sup>1</sup>	ERGO Direkt	Markt <sup>2</sup>	Effekt <sup>3</sup> ökonomische Eigenkapitalquote
Quote latente Steuern	9	1,29%	4,44%	3,14%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	4	-2,28%	-4,57%	0,43%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	1	78,86%	66,21%	0,11%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	1	80,72%	68,22%	0,11%
Quote Schlussüberschussanteil-Fond.	1	3,36%	0,66%	0,00%
Quote aktivische Bewertungsreserve.	5	9,57%	9,57%	0,00%
Quote Direktgutschrift	8	1,50%	2,89%	-0,00%
Quote Fondsgebundene LV	5	1,15%	1,15%	0,00%
Quote Steuern	3	0,32%	0,24%	0,00%
Quote Gewinnabführung	6	0,14%	0,28%	-0,00%
...	...	...	...	...
Bestandsabbaurate	3	20,10%	10,27%	-0,73%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	2	16,08%	7,61%	-0,78%
Passivduration	7	5,20	9,28	-1,36%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	7	2,50%	5,53%	-3,03%
Quote HGB-Eigenkapital	8	2,50%	5,53%	-3,03%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	8	2,58%	6,44%	-3,77%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	9	13,42%	61,79%	-9,07%
Quote passivische Bewertungsreserv.	9	11,14%	60,01%	-9,16%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	9	5,18%	17,75%	-9,43%
Quote zukünftige Überschüsse	9	20,71%	71,01%	-9,43%

<sup>0</sup> Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

<sup>1</sup> von 9 Versicherern bei fallender Sortierung

<sup>2</sup> Median

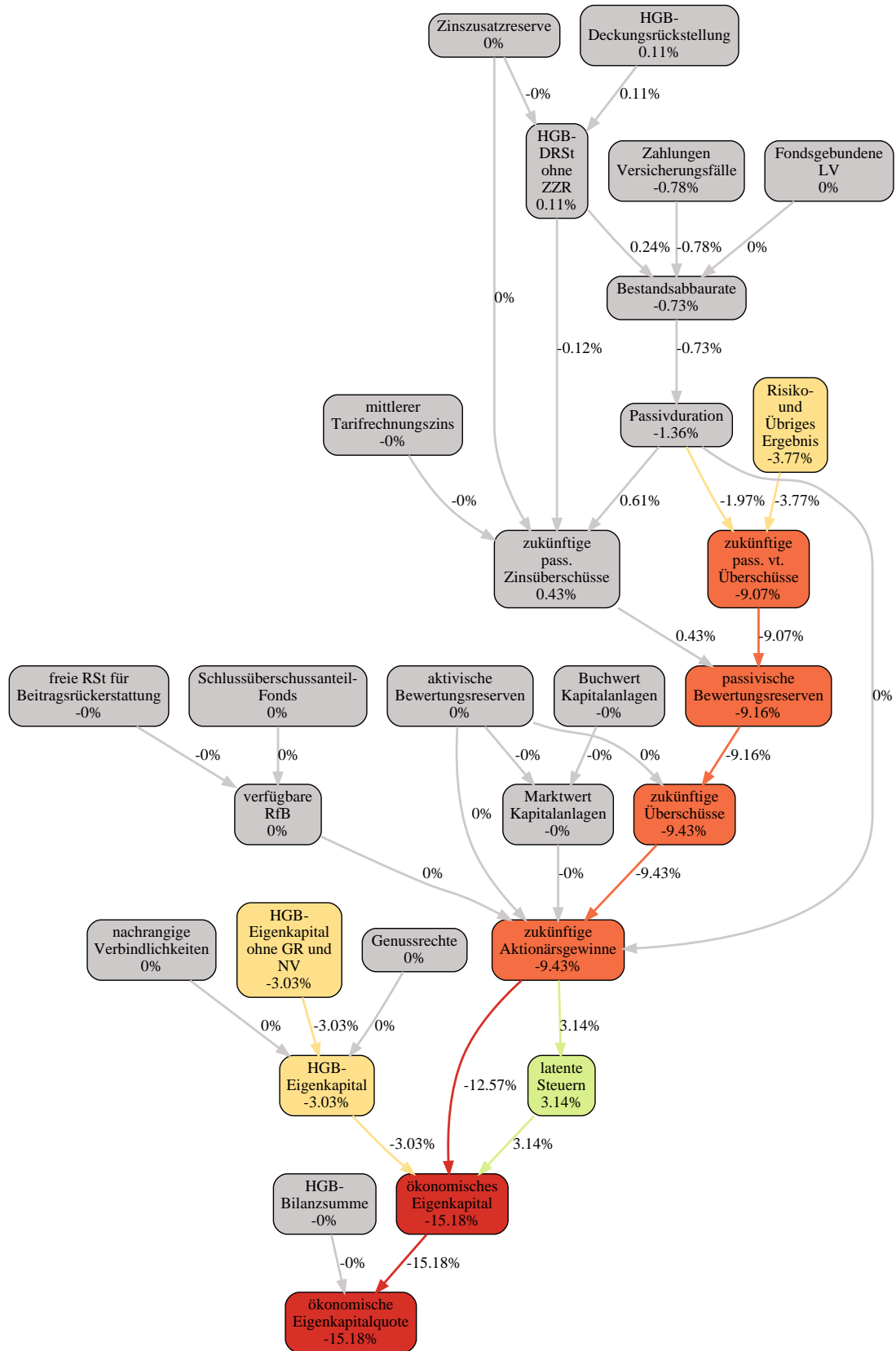
<sup>3</sup> Änderung in Prozentpunkten

## 8 Ursachenanalyse

Die oben genannten Stärken und Schwächen im Vergleich zum Gesamtmarkt können im Rahmen des verwendeten Bewertungsmodells in ihren Wirkungszusammenhängen untersucht werden. Hierzu verwenden wir die anschauliche Darstellung als Graph. Die Größen werden in den Ovalen angegeben. Unter den Namen wird der Effekt auf die ökonomische Eigenkapitalquote angegeben. Jeder Effekt wird auf die ausgehenden Pfeile aufgeteilt, die die nachfolgenden Größen beeinflussen. So werden die Ursachen und Wirkungen ersichtlich. Zudem wird die Stärke der Wirkungen farblich markiert. Positive Einflüsse werden grün und negative rot dargestellt, jeweils in Abstufungen. Unwesentliche Einflüsse werden grau dargestellt.

Die Größen "latente Steuern", "zukünftige pass. Zinsüberschüsse" und "HGB-DRSt ohne ZZR" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "zukünftige Überschüsse", "zukünftige Aktionärgewinne" und "passivische Bewertungsreserven" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 15,18%-Punkte unter dem Median des Marktes.

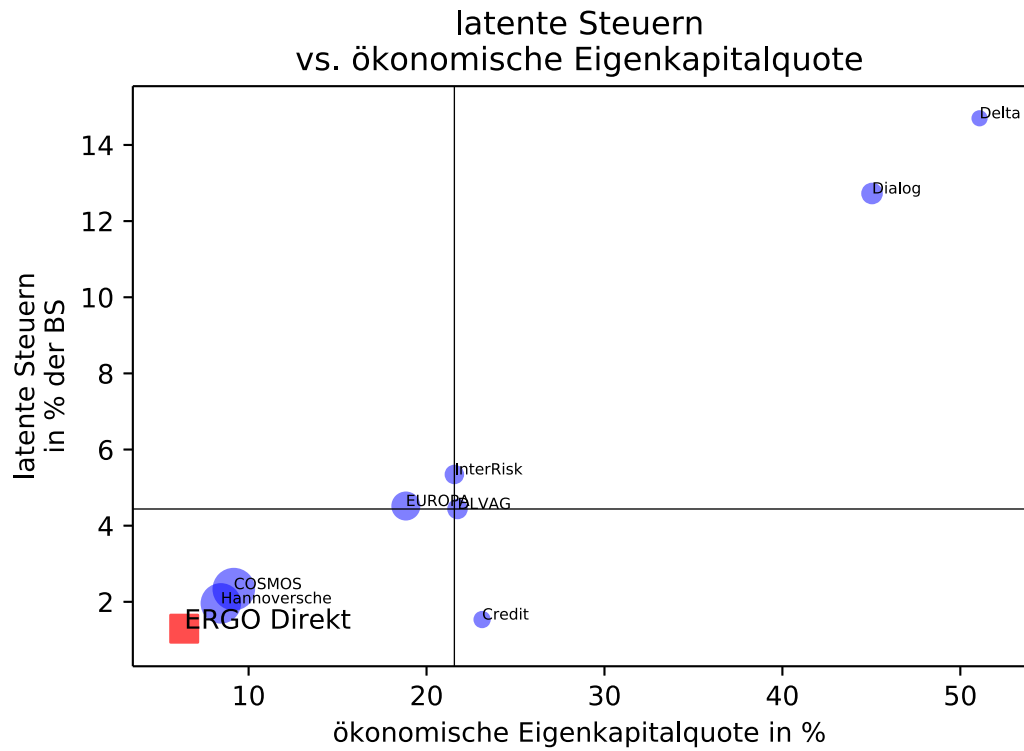
# Ursachenanalyse





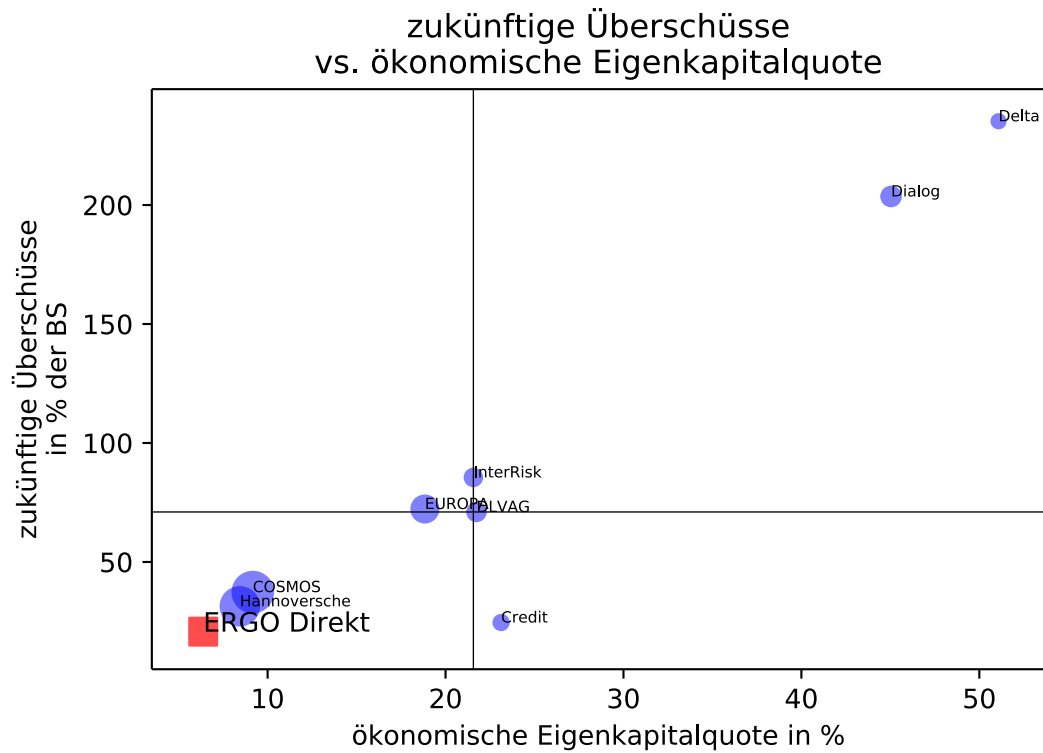
## 9 Marktvergleich

Die größte Stärke der ERGO Direkt Leben ist die Quote der Größe "latente Steuern". Von den 9 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 9. Der Wert beträgt 1,29% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 4,44% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 3,14 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,95.

Die größte Schwäche der ERGO Direkt Leben ist die Quote der Größe "zukünftige Überschüsse". Von den 9 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 9. Der Wert beträgt 20,71% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 71,01% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 9,43 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,95.

## 10 Zusammenfassung

Die wesentlichen Ergebnisse bezüglich der Finanzstärke und Risikotragfähigkeit der ERGO Direkt Leben lassen sich wie folgt zusammenfassen. Die Finanzstärke ist die zentrale Größe aus Unternehmenssicht. Die Risikotragfähigkeit zeigt die Stärke in Krisenzeiten und ist eine wichtige Größe aus Kundensicht.

### Finanzstärke

- Der faire Unternehmenswert beträgt 237 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 6,38%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 9 von 9 deutschen Risikoversicherern.
- Größte Stärke: latente Steuern
- Größte Schwäche: zukünftige Überschüsse

### Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 30,19%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 9 von 9 deutschen Risikoversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 6,82%.

## 11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die ERGO Direkt Leben in Bezug auf seine wesentlichen Größen im Gesamtmarkt der 9 Unternehmen positioniert ist. Die Darstellung ist differenziert nach Input-Größen und Output-Größen.

Input-Variablen

Größe	Rang <sup>1</sup>	ERGO Direkt	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
aktivische Bewertungsreserven	3	356	11	16	59	1.452	1.704
Buchwert Kapitalanlagen	3	3.565	169	188	574	10.634	10.777
Direktgutschrift	4	55,62	10,06	12,21	50,62	267,88	364,05
Fondsgebundene LV	4	43	0	0	18	1.094	1.775
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	4	134,58	2,14	8,78	124,68	393,31	476,09
Genussrechte	2	0,00	0,00	0,00	0,00	24,00	40,00
Gewinnabführung	4	5,20	0,00	0,00	4,30	26,03	37,85
HGB-Bilanzsumme	3	3.717	178	204	683	12.446	13.508
HGB-Deckungsrückstellung	3	3.000	95	116	415	9.597	10.202
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	4	92,79	12,41	16,85	44,99	211,12	237,76
Jahresüberschuss nach Steuern und.	6	0,00	-0,00	-0,00	0,00	8,92	10,20
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	3	16,92	3,06	3,52	11,41	54,24	75,94
Kapitalanlage-Aufwendungen	2	32,91	0,51	0,53	3,59	43,00	49,73
Kapitalanlage-Erträge	3	142,66	6,52	6,58	24,89	465,04	503,24
mittlerer Tarifrrechnungszins	5	3,03%	2,23%	2,34%	3,03%	3,70%	3,71%
nachrangige Verbindlichkeiten	4	0,00	0,00	0,00	0,00	75,42	121,69
Risiko- und Übriges Ergebnis	5	95,94	12,82	21,05	95,94	365,48	427,13
Rohüberschuss	5	98,30	15,08	22,02	98,30	419,46	539,45
Schlussüberschussanteil-Fonds	2	124,90	0,00	0,08	2,81	124,95	124,98
Steuern	2	11,72	-0,00	0,00	4,41	27,54	38,08
Zahlungen Versicherungsfälle	3	598	10	17	57	1.010	1.133
Zinsaufwand	3	107,39	3,06	3,32	16,36	385,03	414,26
Zinszusatzreserve	3	69,18	0,32	0,43	15,30	362,59	426,05
Zuführung zur RfB	6	25,75	1,95	3,23	38,81	132,08	132,48
ZZR-Aufwand	3	18,60	0,18	0,19	5,80	101,53	107,42

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

<sup>1</sup> bei fallender Sortierung

<sup>2</sup> Quantil von 9 Versicherern

## Output-Variablen

Größe	Rang <sup>1</sup>	ERGO Direkt	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
Bestandsabbaurrate	3	20,10%	7,61%	8,25%	10,27%	26,95%	30,49%
Garantie	3	2.586	-919	-671	-5	6.687	6.991
Garantien und Optionen	3	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,02
HGB-DRSt ohne ZZR	3	2.931	95	114	410	9.266	9.935
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	3	2.974	95	114	418	10.360	11.709
HGB-Eigenkapital	4	92,79	12,41	16,85	46,86	286,81	292,84
Kapitalergebnis	3	109,74	5,85	5,90	19,77	424,40	453,51
latente Steuern	5	48,12	3,72	11,33	48,12	274,19	315,22
Marktwert Kapitalanlagen	3	3.921	193	207	631	12.015	12.124
Marktwert-Bilanzsumme	3	4.072	202	222	739	13.771	14.581
nachhaltige Gesamtverzinsung	8	6,82%	6,40%	6,57%	10,72%	37,35%	38,65%
Nettoverzinsung	7	3,08%	2,58%	2,65%	3,45%	4,18%	4,21%
Passivduration	7	5,20	3,66	4,15	9,28	11,26	11,97
passivische Bewertungsreserven	5	414	48	155	414	3.085	3.971
Puffer	5	885	52	158	885	4.015	4.451
Sicherheitsmittel	5	1.122	108	228	1.122	5.125	5.690
Sicherheitsmittelquote	9	30,19%	30,19%	33,88%	88,97%	247,36%	264,56%
sonstige Aktiva	3	109,01	8,35	11,64	59,13	717,61	956,70
sonstige Passiva	4	321	30	37	138	1.083	1.215
verfügbare RfB	4	259,48	3,47	10,70	124,68	499,39	596,69
Zinsergebnis	6	2,35	-33,52	-20,50	2,80	79,23	112,32
zukünftige Aktionärgewinne	5	192	15	45	192	1.097	1.261
zukünftige pass. vt. Überschüsse	5	499	47	160	499	3.547	4.171
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	6	-84,82	-913,09	-635,13	-49,45	-2,60	1,07
zukünftige Überschussbeteiligung	5	577	45	136	577	3.290	3.783
zukünftige Überschüsse	5	770	59	181	770	4.387	5.044
ökonomische Eigenkapitalquote	9	6,38%	6,38%	7,20%	21,56%	48,66%	51,08%
ökonomisches Eigenkapital	5	237	56	70	237	1.109	1.238

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

<sup>1</sup> bei fallender Sortierung

<sup>2</sup> Quantil von 9 Versicherern